

## 稻草熊娱乐 (2125 HK/未评级)

### 20年业绩超市场预期，平台模式及新业务拓展具有潜力

- ④ **20年全年业绩超市场预期。**稻草熊（未评级）20年总收入为9.52亿元人民币（下同），与市场预期的9.48亿元基本一致，较2019年增24%。其中，定制剧收入2.8亿元，贡献主要收入增量，占总收入比29%。综合毛利率提升至27%，高于市场预期的24%，其中自制剧、买断发行毛利率较19年提升13、33个百分点至24%、52%，定制剧20年毛利率为21%，其中自制剧、定制剧毛利率表现均受益于限薪令管控下演员薪酬的进一步下调。销售费用占收入比同比提升5个百分点至9%，主要因公司负责宣发的剧集数量增加。调整后净利润为1.3亿元，超出市场预期4%。调整后净利润率为14%，较19年提升5个百分点。
- ④ **20年播出6部自制/定制剧，播放数据证明稻草熊领先的制作能力。**稻草熊20年播出剧集包括3部自制剧和3部定制剧。其中出售给爱奇艺的版权剧《两世欢》、及腾讯定制剧《我，喜欢你》均入榜2020年集均正片有效播放前20，分别达3162万、3966万（云合数据）。
- ④ **剧集储备丰富，制作进程基本符合预期。**根据公司资料及公开数据，稻草熊21/22年的剧集储备包括13部剧集，其中爱奇艺定制剧《灵域》已于1季度排播结束、《一起深呼吸》目前仍在排播中，其他11部剧集中，4部已完成拍摄，应可达成公司今年播放至少5部剧集的计划。21/22年剧集储备中，自制、定制分别为3、10部，从行业趋势来看，预计未来平台为拓展及留存会员，仍将持续发力定制剧模式以提前锁定优质内容及加强成本控制，稻草熊有望通过定制剧与各平台深化合作，同时减少内容制作前期投入及因艺人、监管带来的排播风险，虽然定制剧整体毛利率低于自制剧，但随着公司布局更多头部IP（包括已公布的《两京十五日》和近期购入的两个头部IP），增加多元化收入来源，同时通过产能扩大及制作流程标准化降低成本，预计利润率将持稳。
- ④ **平台模式打破制作产能天花板，新业务及多元化变现模式拓展为长期驱动。**1) 既有业务发展：平台模式下，对比普通制作公司，稻草熊可以通过整合产业链资源突破其制作能力天花板，22年制作数量可达10-15部；2) 分账网剧：管理层看好分账网剧发展，目前已开始组建团队发力2C业务，并计划通过股权投资、并购等模式整合垂直品类优质资源，加速该业务布局，从而实现更多元化的变现，如会员收入、超前点映及广告的收入分账。3) 微剧：一方面，基于头部IP作品制作微剧番外，通过正片内容的粉丝基础形成联动效应，另一方面，拓展独立的微剧系列内容制作，打造新的内容IP。

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

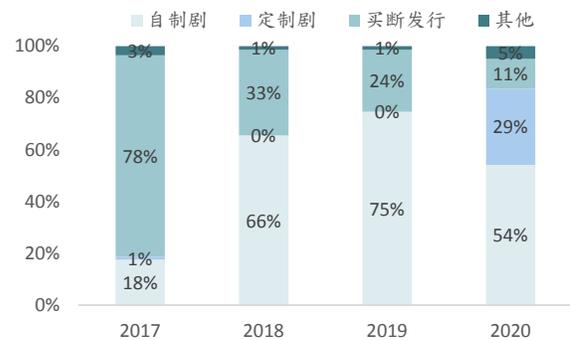
zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

图表 1: 2020 年收入增 24%至 9.5 亿元



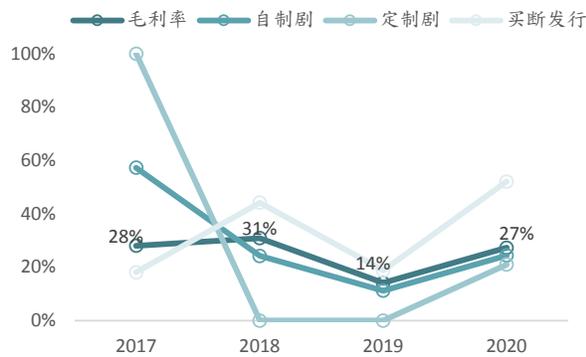
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 2020 年定制剧收入占比 29%



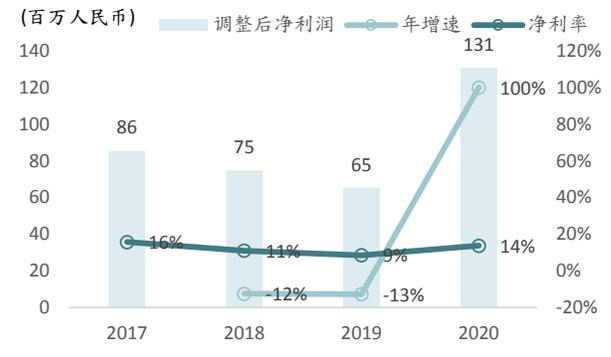
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 20 年毛利率恢复至 27%



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 20 年调整后净利润较 19 年翻倍



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 剧集储备一览

剧集	类型	题材	主演	集数	IPO 融资使用计划 (百万港元)	预计播放时间	制作状态	播放平台
1 灵域	定制剧	古装玄幻	范丞丞、程潇	36	n/a	1Q21	排播结束	爱奇艺
2 一起深呼吸	定制剧	都市医疗	戚薇、杨佑宁	40	n/a	1Q21	排播中	爱奇艺
3 我的砍价女王	自制剧	都市情感	林更新、吴谨言、吴奇隆	40	n/a	4Q21	制作完成	优酷
4 党小组	自制剧	近代革命	张鲁一、聂远	40	n/a	2021	杀青-后期制作	台网联播
5 公子倾城	定制剧	古装恋爱	卜冠今、王星越	24	39	4Q21	杀青-后期制作	爱奇艺
6 月歌行	定制剧	古装玄幻	张彬彬、徐璐、王佑硕	40	101	1Q22	杀青-后期制作	爱奇艺
7 你好宝贝	自制剧	都市医疗	n/a	40	69	3Q21	前期制作	台网联播
8 我的猫先生	定制剧	都市情感	拟邀罗云熙、马思纯	24	57	2Q22	前期制作	n/a
9 浮图缘	定制剧	古装传奇	n/a	36	77	4Q21	前期制作	n/a
10 偷走他的心	定制剧	都市情感	n/a	36	69	1Q22	前期制作	n/a
11 捕风者	定制剧	近代战争	n/a	40	87	2022	前期制作	n/a
12 沉鱼记	定制剧	古装玄幻	n/a	40	n/a	2022	前期制作	爱奇艺
13 两京十五日	定制剧	古装历史	n/a	40	253	2022	前期制作	爱奇艺

资料来源: 公司资料, 公开数据, 交银国际

图表 6: 财务数据

百万人民币	2017	2018	2019	2020
<b>收入</b>	<b>543</b>	<b>679</b>	<b>765</b>	<b>952</b>
年增速		25%	13%	24%
自制剧	96	445	571	516
买断发行	423	224	183	109
定制剧	5	0	0	280
其他	19	10	10	47
<b>剧集数量</b>				
自制剧	2	2	3	3
定制剧	0	1	0	3
<b>毛利</b>	<b>152</b>	<b>210</b>	<b>108</b>	<b>260</b>
毛利率	28%	31%	14%	27%
自制剧	57%	24%	11%	24%
买断发行	18%	44%	19%	52%
定制剧				21%
<b>运营费用</b>				
销售费用	24	76	33	81
一般管理费用	15	64	18	68
占收入比				
销售费用	4%	11%	4%	9%
一般管理费用	3%	9%	2%	7%
<b>调整后净利润</b>	<b>86</b>	<b>75</b>	<b>65</b>	<b>131</b>
调整后净利润率	16%	11%	9%	14%
年增速		-12%	-13%	100%

资料来源: 公司资料, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2021年4月7日

**稻草熊娱乐 (2125 HK)****分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前外置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

**有关商务关系之披露**

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、煜盛文化集团、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、北京乐享互动网络科技有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（开曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司、渤海银行股份有限公司、福祿控股有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司、祥生控股（集团）有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫康健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、500.com Limited、东方大学城控股（香港）有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司及美佳音控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

**免责声明**

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**